

Fremdfinanzierung und die Mieten sind vom Zinsniveau abhängig. Dass Immobilienfonds aber extrem zinssensitiv sind, lässt sich anhand empirischer Untersuchungen nicht bestätigen.

Bis vor einigen Jahren wurde der Immobilienfondsmarkt von wenigen, grossen Anbietern dominiert. Dieses Bild hat sich in den letzten Jahren gewandelt. Verschiedene Anbieter haben realisiert, dass die Immobilienfonds nicht nur für Anleger attraktiv sind, sondern auch für die Fondsleitungen und die -manager. Die Fondsgebühren sind nicht abhängig von der Leistung des Managements, sondern von der Grösse des Portfolios und den Dienstleistungen wie beispielsweise dem Kauf und Verkauf von Liegenschaften, dem Baumanagement etc.

Dies hat in den letzten Jahren zur Lancierung von verschiedenen kleineren Fonds, teilweise mit eigener Fondsleitung, geführt. Während grosse Vehikel dem Anleger meistens genügend Liquidität bieten, um auch grosse Positionen zu verkaufen, ist dies bei kleineren Fonds oft nicht der Fall. Einem aussteigewilligen Investor bleibt dann nur die Möglichkeit der Rücknahme, dies ist aber nur sinnvoll, wenn der Fonds zu einem Abschlag gehandelt wird.

Kostenstruktur prüfen

Die Entwicklung, dass immer mehr neue Marktteilnehmer die Möglichkeit nutzen, Immobilienfonds aufzulegen, führt je länger, je mehr zu einer Zersplit-

terung. Dies könnte auf längere Sicht den guten Ruf und die Stabilität des Immobilienfondsmarktes gefährden. In Zukunft wird es noch wichtiger sein, beim Anlageentscheid das Management, den Track Record und die Kostenstruktur detailliert zu prüfen.

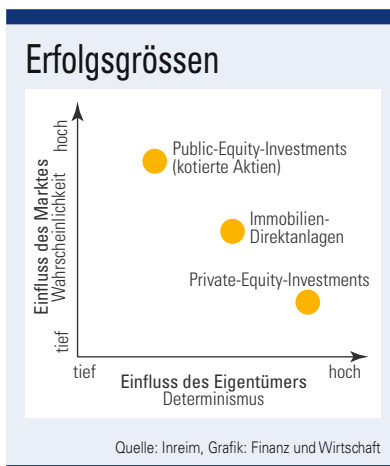
Werden für den Anlageentscheid die Hausaufgaben gemacht, sind Immobilienfonds eine sinnvolle und rentable Kapitalanlage für Private und Institutionelle. Auf Basis unserer laufenden detaillierten Analyse sämtlicher Immobilienfonds gehören gegenwärtig folgende Produkte zu unseren Favoriten: UBS Swissreal, FIR Immobilien Romand und Bonhôte Immobilien, wo wir die Fusion mit DREF als sehr positiv beurteilen. **Martin Meili, MV Invest**

Direktanlagen

Unternehmerisch handeln

Die am besten geführten Schweizer Immobilienfonds und -anlagestiftungen weisen eine doppelt so gute Performance auf wie die weniger erfolgreichen. Entscheidend sind langfristige Performanceziele, unternehmerischer Freiraum und die Leistung des Managements.

Vermögende Privatpersonen und teilweise auch institutionelle Anleger investieren oft direkt in einige wenige Liegenschaften und gehen damit ein Klumpenrisiko ein. Ein Grund dürfte sein, dass der Investor damit anders als mit kotierten Anlagen Einfluss auf den Geschäftsgang nehmen kann. Dieser Spielraum kann als Option verstanden und grundsätzlich auch so bewertet werden. So können Sanierungen dann ausgelöst werden, wenn dies aus Steuer- oder Liquiditätsgründen günstig ist. Ebenfalls kann eigene Arbeitsleistung in das Investment einfließen.



Anders als bei Private-Equity-Investments ist der Einfluss des Immobilien-eigentümers auf den Anlageerfolg (Alpha) sowohl in positiver wie auch in negativer Richtung beschränkt: Auch wenn ein Weltkonzern in einer Garage geboren werden kann, wird aus der Garage selbst kaum je ein Weltkonzern.

Anlagen mit Bondcharakter

Umgekehrt kann die Garage in ihrer physischen Existenz nicht in Konkurs gehen, sie kann selbst nach Jahren ohne Ertrag wieder auferstehen. Die Perfor-



mance von Immobiliendirektanlagen weist daher verglichen mit anderen Anlageklassen eine einzigartige Kombination von Determinismus (Eigentümereinfluss) und einer vom Zufall geprägten Wahrscheinlichkeitsverteilung auf.

Modernes Immobilienmanagement

Abgesehen davon, dass viele Immobilienmärkte aufgrund der Immobilität und der Kapitalintensität der Anlagen eine geringe Volatilität aufweisen, ist der Ertrag aus Liegenschaften durch Mietverträge vorübergehend fixiert. Man spricht auch vom Bondanteil von Immobiliendirektanlagen. Diese hybride Natur als Private-Equity-Investment mit Bondcharakter lässt das Eingehen der erwähnten Klumpenrisiken zwar nicht rechtfertigen, aber besser verständlich machen.

Besonders in Krisenzeiten, in denen praktisch alle Anlageklassen hoch korrelieren, kann entgegen der oft zitierten Diversifikationsregel folgende Haltung sinnvoll sein: «Put all the eggs in one basket – and watch the basket.»

Die vor zwanzig Jahren vom amerikanischen Immobilienökonom James A. Graaskamp propagierte Analogie der Immobilie als Unternehmen kann als

Geburtsstunde des modernen Immobilienmanagements betrachtet werden. Viele vermögende Private nehmen die Aufgabe des Immobilien-CEO selbst wahr. In Organisationen sind Portfoliomanager für die Objektstrategie verantwortlich. Die branchenübliche Anlagegrösse von 50 bis 150 Liegenschaften pro Portfoliomanager lässt allerdings nicht viel unternehmerischen Esprit für einzelne Objekte übrig.

Immobilienbewirtschaftungsunternehmen dehnen ihre Wertschöpfungskette in Richtung Asset Management aus, bisher allerdings nur mit mässiger Akzeptanz. Obwohl die Leistung des Bewirtschafters für den Anlageerfolg unbestritten ist, kann sie allein kaum quantifiziert werden. Die Bewirtschaftung ist deshalb vielerorts zur Commodity verkommen, wobei der entsprechende Preisdruck kaum einen unternehmerisch geprägten Service zulässt.

Auch wenn die Figur des Asset-Managers häufig fehlt, herrscht Einigkeit, dass zum Führen von Immobilien Businesspläne notwendig sind. Was sie umfassen sollen, ist allerdings heftig umstritten. In der arbeitsteiligen Praxis sieht dies nicht selten so aus, dass primär einmal in Liegenschaften investiert werden soll, die einer Mehrheit der

Beteiligten in einem durchaus oberflächlichen Sinne gefallen. Liegenschaften, die auf weniger Gnade stossen, werden zur Veredelung der Bauabteilung oder direkt dem Verkauf zugewiesen.

Häufig kommen sie aber zurück, weil der Verkäufer nach intensiven Bemühungen darlegen kann, dass die Bauten auch bei anderen wenig Enthusiasmus auslösen. Ähnliches kann in der Bauabteilung geschehen: Die dringende Sanierung kann wegen tiefer Marktmieten nicht in hinreichendem Masse auf den Mietzins überwälzt werden, was wiederum zur verständlichen Ratlosigkeit des Bewirtschafters führt.

Der Immobilien-CEO

Unternehmerisch geprägte Immobilieninvestmententscheidungen überfordern häufig auch sehr formal ausgerichtete Investment Committees. Diese versuchen die Anlagemöglichkeiten in einem analytisch strukturierten Prozess zu einem objektiven Optimum zusammenzumischen. Die unternehmerische Haltung ist diametral anders: Der Unternehmer fokussiert auf Potenzial. Zudem bestehen wichtige Aufgaben des Unternehmers darin, im Führungsprozess Teams zum Erfolg zu bringen.



An jedem Standort sind Immobilien im gegenseitigen Wettbewerb um Nutzer. Im Bild Davos Platz.

Die zentrale Frage ist, wie ein unternehmerischer Spielraum geschaffen werden kann, damit er vom Manager (Agent) im Sinne des Eigentümers (Principal) genutzt wird. Hier kommt Benchmarks eine wichtige Aufgabe zu, da sie die Kontrollkosten (Agency Costs) reduzieren und durch monetäre Anreize eine Harmonisierung der Interessen von Principal und Agent ermöglichen.

Je besser der wirtschaftliche Output messbar und damit vergleichbar ist, desto einfacher können Kompetenzen delegiert werden. Mit zunehmender Akzeptanz von Immobilien-Perfor-

mance-Benchmarks wird damit eine weiter gehende Delegation von immobilienunternehmerischen Aufgaben an Spezialisten stattfinden. Ob es sich um interne oder externe Delegation handelt, ist eine Frage des Anlagevolumens.

Managementleistung messen

Den Wettbewerb um Kapital, aber auch um Liegenschaften werden diejenigen Eigentümer gewinnen, die es schaffen, den Immobilien einen Mehrwert hinzuzufügen. Analog dem Kauf und Verkauf von Unternehmensteilen werden nicht

mehr nur objektiv gute (profitable) Geschäfte erworben, sondern nur noch diejenigen, für die das Management befähigt ist, einen Mehrwert zu generieren (Best Owner Principle).

Ein Performancevergleich von Schweizer Immobilienfonds und -anlagestiftungen zeigt, dass die jeweils besten Produkte über Jahre hinweg rund doppelt so gut abgeschnitten haben wie die weniger erfolgreichen. Da das Risiko-Return-Profil der Schweizer Immobilienanlagesektoren recht ähnlich ist und auch der Leverage in den zwei Anlagegruppen vergleichbar ist, kann vermutet werden, dass ein grosser Teil der Performanceunterschiede auf die unterschiedliche Managementleistung zurückzuführen ist.

Dies bedeutet wiederum, dass es mitunter wichtiger ist, das richtige Management zu besitzen, als die richtigen Liegenschaften und dass analog der Hedge-Funds-Industrie eine Diversifikation der Manager ebenso zur Stabilisierung der Performance beitragen kann wie eine Diversifikation der Sektoren oder der Anlagestile.

Es kann gute Gründe geben, dass vermögende Privatpersonen den eingangs erwähnten Handlungsspielraum und die Möglichkeit, Arbeitsleistung einzubringen, höher bewerten als die mögliche relative Überperformance eines spezialisierten Teams: Absolut betrachtet stehen Schweizer Immobilien-direktanlagen immer noch gut da.

Andreas Loepfe, Inreim

Anzeige

walden werben



BLICKPUNKT SEEPROMENADE: WOHNEN AM DAVOSERSEE.

Eingebettet in die Natur, mit unvergleichlicher, unverbaubarer Fernsicht und direkt am Davosersee entstehen sonnige 3½- bis 5½-Zimmer-Eigentumswohnungen mit 119 bis 235 m² Lebensraum.

www.seepromenade-davos.ch

Baubeginn: Oktober 2009



BLICKPUNKT LEDIWEG: EXKLUSIVE WOHNKULTUR.

Mitten im Grünen und an exklusiver Lage in Wermatswil gelegen bietet das moderne Terrassenhaus 7 grosszügige Wohnräume von 130 bis 190 m². Sonnendurchflutete 3½- bis 6½-Zimmer-Eigentumswohnungen mit grosszügigen Sitzplätzen und Dachterrassen. Ein ideales Zuhause für Familien und Naturliebhaber. www.lediweg.ch

Blickpunkt Lebensraum ● Beat Odinga AG

Beat Odinga AG | Seestrasse 98 | 8612 Uster | T 043 444 26 44 | F 043 444 26 09 | info@odinga.ch | www.odinga.ch